

奈飛 (NFLX.O)

二季報點評：業績指引不及預期，公司調整定價加速變現

● 事件

奈飛 (NFLX.O) 在美東時間 7 月 19 日發布二季報，盤後股價超跌 8%。

● 核心觀點

公司盈利能力提升，業績指引不及預期

23Q2 公司實現營收 81.87 億美元，YoY+2.7%，主要由付費用戶數增長推動。公司保持較強的盈利能力。23Q2 經營利潤為 18.3 億美元，YoY+22.3%，主要由于公司持續進行費用優化，以及內容成本低于預期。23Q2 稀釋後 EPS 為 3.29 美元，YoY+3%。公司變現速度較慢，業績指引不及市場預期。公司預計 23Q3 營收將同比大幅增長 7.5% 至 85.2 億美元，低于市場預期的 86.7 億美元。23Q3 經營利潤預計同比增長 22.2% 至 18.9 億美元，淨利潤將增長至 15.8 億美元，稀釋後每股收益將為 3.52 美元。

二季度新增用戶訂閱數超預期，ARM 略有下滑

23Q2 公司新增用戶數 589 萬，較上季度 (175 萬) 增長明顯，超過市場預期，和我們在前瞻中的預期基本一致。新增用戶數的增長主要受益于對共享賬戶的打擊和低價廣告套餐，預計下半年新增用戶數依然是驅動公司收入增長的重要驅動力。

23Q2 公司 ARM 為 11.6 美元，環比僅略微下滑 1%。短期來看，ARM 依然面臨壓力，新增用戶主要來源于低價廣告套餐和訂閱價格低的地區；長期來看，廣告收入提升和付費共享收入增加將有助於推動 ARM 的增長，付費訂閱價格仍有一定的提價空間。

公司調整定價策略，加速變現

賬戶付費共享政策卓有成效。財報發布當天，公司向剩餘所有地區推行付費共享策略。據公司披露，所有地區的收入均高于付費共享政策發布前，證明新增訂閱用戶數已經超過了取消訂閱的用戶數，短期不利影響已逐步消化。

公司調整定價策略，推動用戶向低價廣告套餐轉移。公司宣布在加拿大、美國和英國取消 9.99 美元/月的基礎無廣告套餐，無論用戶是向低價廣告套餐轉移，加速廣告變現，還是向高付費套餐轉移，都有望提升公司的 ARM。

● 投資建議

展望下半年，公司收入依然主要靠新增用戶數的增長拉動。考慮到廣告和付費共享等變現方式的實現仍需要時間，預計三季度業績增長面臨壓力，營收增速業績指引低于市場預期。四季度公司營收有望大幅增長，廣告變現的加速推進有望進一步提高利潤的增長。

我們認為本季度奈飛的業績表現并不算差，財報公布後的股價下跌一方面是由于業績指引不及預期，另一方面是由于市場預期過高、股價年初至今累計漲幅較高。短期內，考慮到公司業務變現仍需要時間，公司股價有回調風險，建議可以采取 Covered Call 的策略，賣出高價的看漲期權，賺取期權金。長期來看，隨著廣告變現加速，預計 ARM 有提升空間，如果公司股價回調充分，四季報公布前將是一個比較好的買點。

● 風險提示

美國編劇罷工事件升級風險；新用戶增長不及預期；廣告業務不及預期；同業競爭加劇；地緣政治風險；匯率波動風險；貨幣政策風險。

分析師

Eddie Zhang
SFC CE.No. BNS 460
eddiezhang@futuok.com

連絡人

Chancy Chen
chancychen@futunn.com

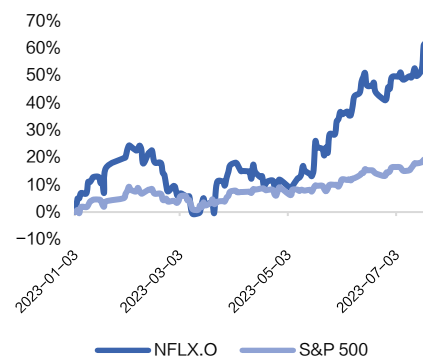
Derrick Cheng
derrickcheng@futunn.com

市場數據

Netflix	NFLX.O
日期	07/20/23
當前價	477.59
總股本	4.45億
流通股本	4.39億
52周最高/最低價(美元)	485.00/211.64
近1月絕對漲幅	9.87%
近12月絕對漲幅	120.66%

數據來源：Wind，富途證券

股價表現

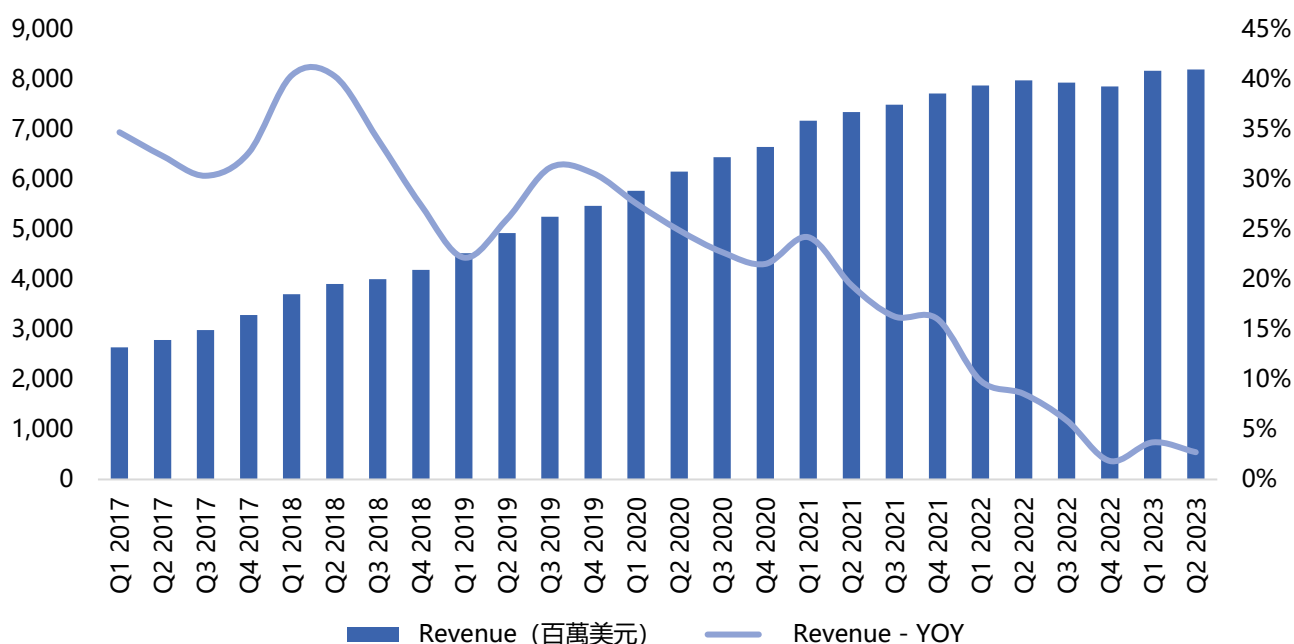


數據來源：Wind，富途證券

1、公司盈利能力提升，業績指引不及預期

營收增長主要由付費用戶增長推動。23Q2 公司實現營收 81.87 億美元，YoY+2.7%，收入增速較上季度放緩。本季度公司營收增長主要是由付費用戶數增長推動，ARM 略有下滑。

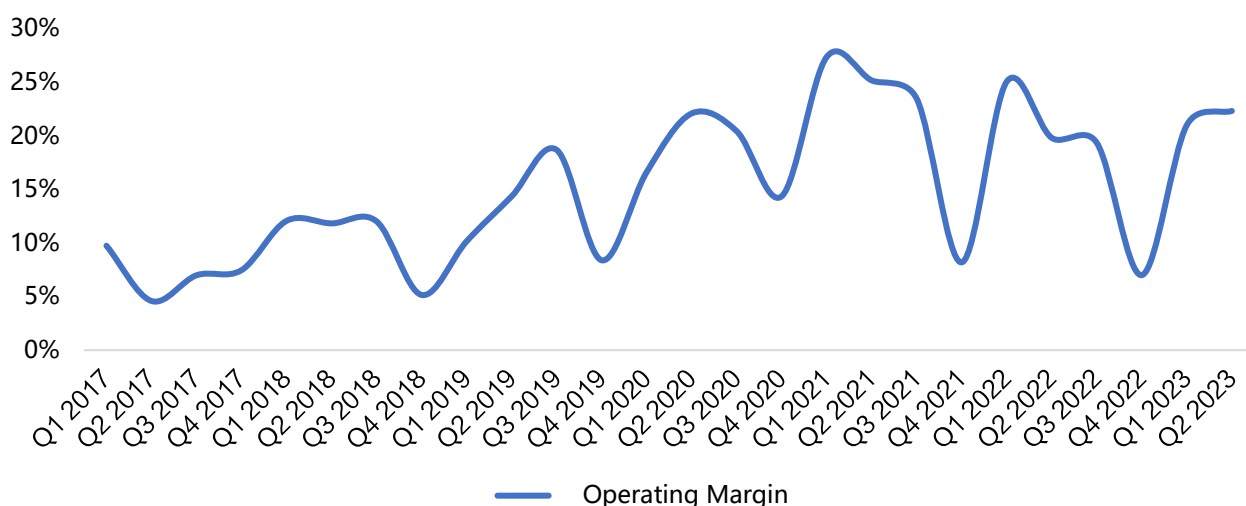
圖 1：2017Q1-2023Q2 營業收入及同比增速



資料來源：Bloomberg，富途證券整理

公司保持較強的盈利能力。23Q2 經營利潤為 18.3 億美元，YoY+22.3%，經營利潤率為 22%，環比上季度增長 1 個百分點，主要由於公司持續進行費用優化，研發費用和管理費用下降明顯，以及內容支出時間調整導致二季度內容成本低於預期。23Q2 稀釋後 EPS 為 3.29 美元，YoY+3%。

圖 2：2017Q1-2023Q2 公司經營利潤率



資料來源：Bloomberg，富途證券整理

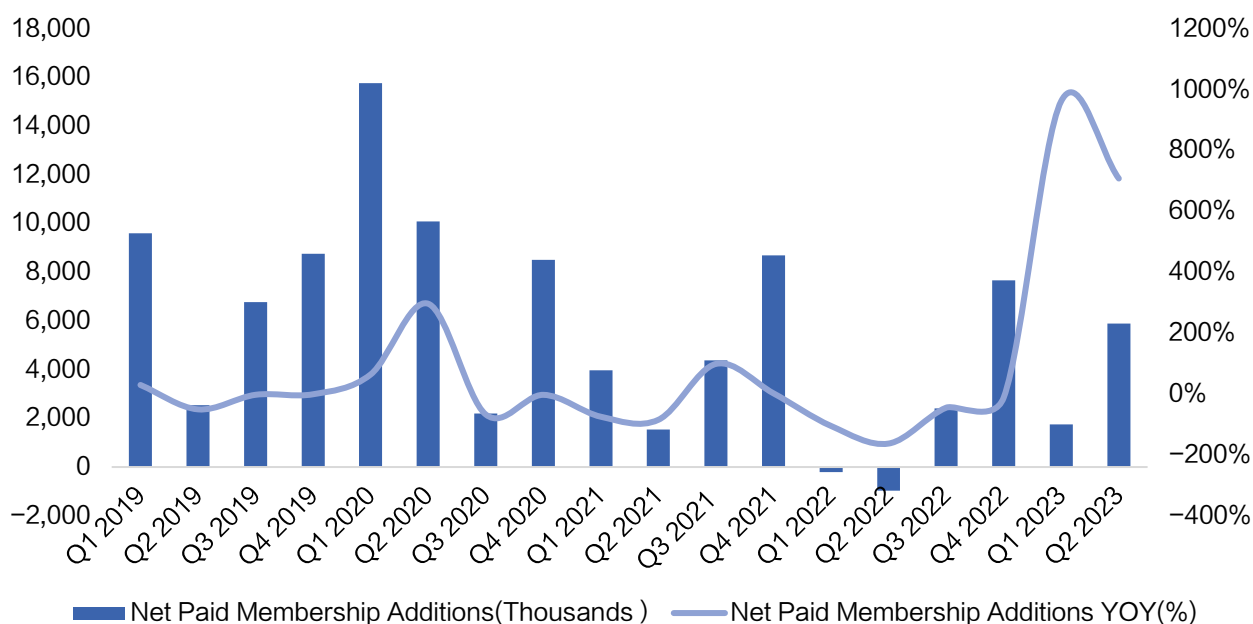
公司變現速度較慢，業績指引不及市場預期。公司預計 23Q3 營收將同比大幅增長 7.5%至 85.2 億美元，低於市場預期的 86.7 億美元，主要受到匯率波動的影響和部分地區訂閱費下調導致 ARM 下滑，同時廣告和付費共享收入尚不能形成支撐。預計公司營收將在四季度大幅加速。23Q3 經營利潤預計同比增長 22.2%至 18.9 億美元，經營利潤率為 22%維持在較高水平，淨利潤將增長至 15.8 億美元，稀釋後每股收益將為 3.52 美元。預計全年經營利潤率目標依然維持在 18%-20%的水平。

[請仔細瞭解并閱讀本公司的重要免責聲明](#)

2、二季度新增用戶訂閱數超預期

新增用戶數超預期。23Q2 公司總訂閱用戶數為 2.38 億，其中新增用戶數 589 萬，較上季度（175 萬）增長明顯，超過市場預期，和我們在前瞻中的預期基本一致。從新增用戶地區來看，本季度 EMEA 地區新增用戶數最多，達 243 萬；其次分別是 LATAM、UCAN 和 APAC 地區，分別實現新增用戶 122 萬、117 萬和 107 萬。新增用戶數的增長主要受益于對共享賬戶的打擊和低價廣告套餐，預計下半年新增用戶數依然是驅動公司收入增長的重要驅動力。

圖 3：2019 年 Q1 至 2023 年 Q2 訂閱用戶淨增加額



資料來源：Bloomberg，富途證券整理

優質內容持續驅動用戶增長。二季度是內容淡季，但奈飛也上架了一些高質量的熱門作品，如 Queen Charlotte, Black mirror, Bloodhounds 等，在 IMDb 網站的評分中均超過了 7 分，且點擊量較高。

圖 4：奈飛 6 月 12 日至 6 月 18 日英語影視作品播放量統計

JUNE 12 - JUNE 18, 2023					
#	TV (English)	WEEKS IN TOP 10	HOURS VIEWED	RUNTIME	VIEWS
1	Never Have I Ever: Season 4	2	56,400,000	4:55	11,500,000
2	Black Mirror: Season 6	1	58,700,000	5:12	11,300,000
3	Arnold: Limited Series	2	16,400,000	3:11	5,200,000
4	Our Planet: II	1	11,900,000	3:23	3,500,000
5	FUBAR: Season 1	4	24,500,000	7:08	3,400,000
6	Tex Mex Motors: Season 1	1	13,600,000	4:53	2,800,000
7	Manifest: Season 4	9	42,900,000	15:35	2,800,000
8	Never Have I Ever: Season 1	3	11,900,000	4:35	2,600,000
9	Amy Schumer: Emergency Contact	1	2,000,000	0:51	2,400,000
10	Never Have I Ever: Season 3	5	10,800,000	4:42	2,300,000

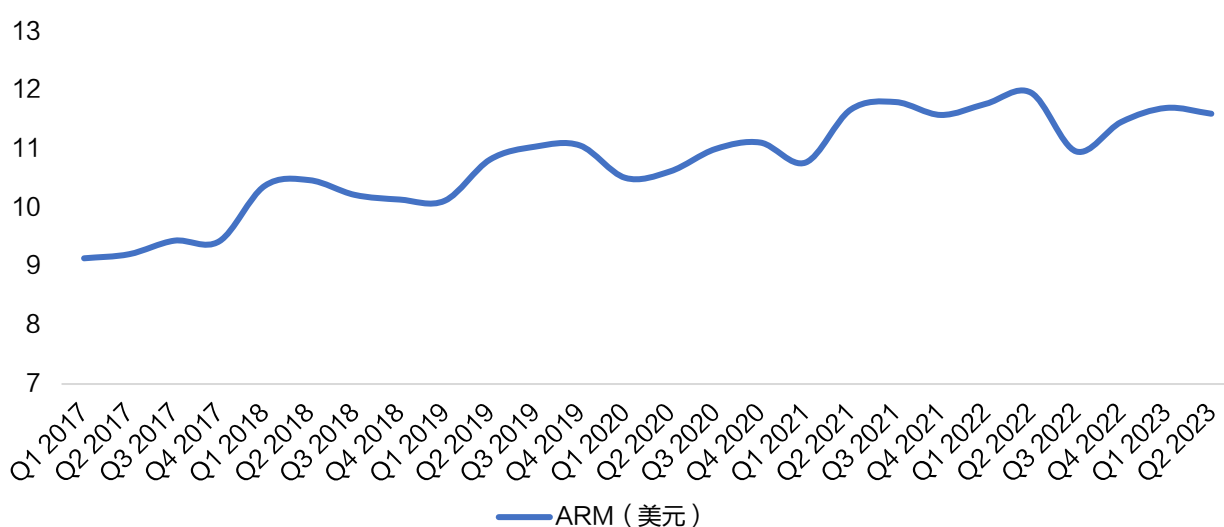
資料來源：Netflix，富途證券

3、ARM 略有下滑，未來仍有提價空間

得益于無廣告付費套餐的高粘性，ARM 仍保持較高水平。23Q2 公司 ARM 為 11.6 美元，同比下滑 3%，環比僅略微下滑 1%。分地區來看，所有地區的 ARM 都面臨下降。ARM 下滑主要是由于公司今年尚未采取提價手段，同時，新增用戶數大部分來源于訂閱價格相對較低的地區，以及低價廣告套餐用戶的增加，都在某種程度上拖累 ARM 的增長。但得益于高付費用戶的粘性，ARM 并未受到明顯衝擊。根據 2022 年 5 月的市場調研，72% 訂閱了高級套餐的用戶并不會重新選擇更便宜的包含廣告的套餐。

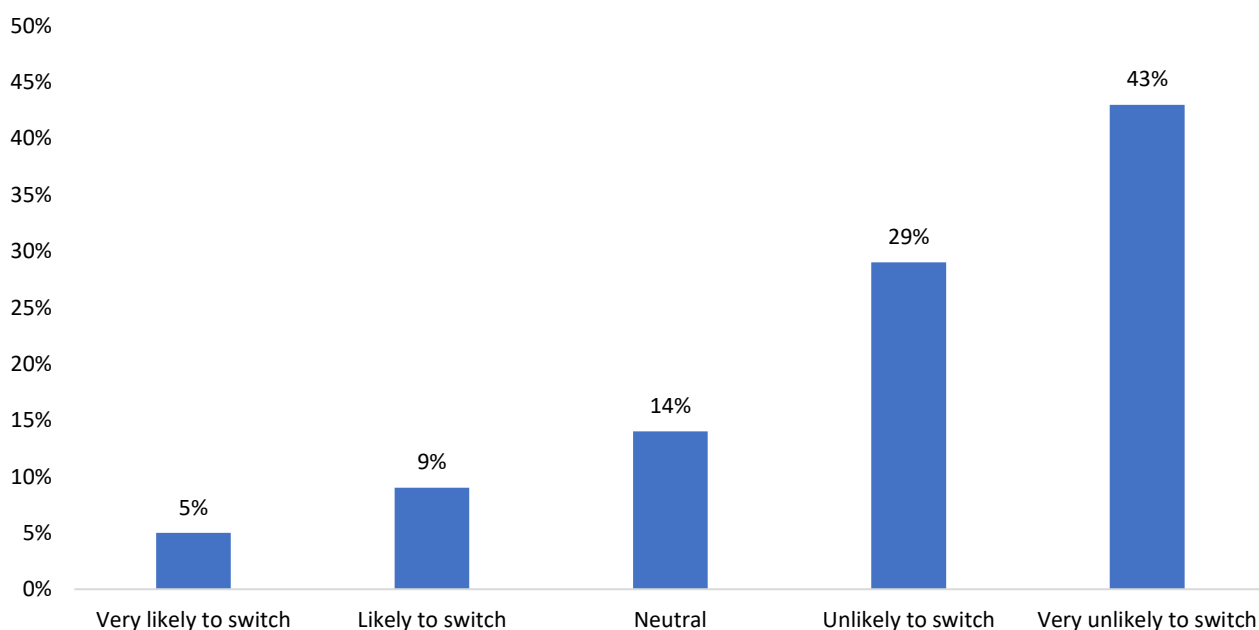
短期來看，ARM 依然面臨壓力，新增用戶主要來源于低價廣告套餐和訂閱價格低的地區；長期來看，廣告收入提升和付費共享收入增加將有助于推動 ARM 的增長，付費訂閱價格仍有一定的提價空間。

圖 5：奈飛 2017 年至今 ARM（平均每訂閱用戶收入）



資料來源：Bloomberg，富途證券整理

圖 6：2022 年 5 月奈飛存量用戶更改為低價套餐意願的調研統計



4、公司調整定價策略，加速變現

奈飛推行賬戶付費共享政策卓有成效。截止 5 月份，奈飛已經在全球 100 多個國家和地區推行付費賬號共享政策。財報發布當天，公司向剩餘所有地區推行付費共享策略。根據公司披露，全球有多達 1 億的共享賬戶，其中包括美國和加拿大的 3000 萬用戶。付費共享政策短期內可能會造成一部分的用戶流失，但從長期來看，將有助於促進免費共享賬戶轉化為新增訂閱用戶，同時付費分享也有助於提高公司的變現能力。從公司公布數據來看，所有地區的收入均高于付費共享政策發布前，證明新增訂閱用戶數已經超過了取消訂閱的用戶數，短期不利影響已逐步消化。

公司調整定價策略，推動用戶向低價廣告套餐轉移。公司宣布在加拿大、美國和英國取消 9.99 美元/月的基礎無廣告套餐，無廣告訂閱套餐最便宜的版本變成了 15.49 美元/月的標準版套餐。公司定價變化進一步區分了價格敏感用戶和高付費用戶，一方面可以提升低價廣告套餐的吸引力，提升廣告套餐會員數，進一步加速廣告變現，廣告套餐整體 ARM(包含訂閱費和廣告收入)高于基礎無廣告付費套餐。根據公司數據，廣告會員人數超 500 萬，其中 25% 新訂閱用戶選擇該套餐。另一方面，有望提升高付費用戶的粘性。無論用戶是向低價廣告套餐轉移，還是向高付費套餐轉移，都有望提升公司的 ARM。

公司仍未披露過廣告業務的詳細收入，目前由于廣告基數較小，對公司業績貢獻有限。預計隨著廣告業務收入成熟，該業務有望占其未來總收入的 10%。

5、受益于流媒體市場份額的提升，期待變現能力加速釋放

公司作為流媒體巨頭，持續受益于流媒體市場份額的提升。根據尼爾森的數據顯示，美國線上流媒體市場份額已提升至 37.7%，推動奈飛市場份額提升至 8.2%，與迪士尼、亞馬遜等競爭對手保持較大差距。公司憑藉優質內容，有望繼續在流媒體市場保持領先優勢，并持續受益于流媒體市場份額的提升。但美國編劇罷工事件預計給公司的內容排期產生一定的負面影響，預計公司妥協導致內容製作成本大幅上行的可能性較低。

展望下半年，公司收入依然主要靠新增用戶數的增長拉動，ARM 依然面臨壓力，考慮到廣告和付費共享等變現方式的實現仍需要時間，預計三季度業績增長面臨壓力，營收增速業績指引低于市場預期。四季度公司營收有望大幅增長，廣告變現的加速推進有望進一步提高利潤的增長。

我們認為本季度奈飛的業績表現并不算差，財報公布後的股價下跌一方面是由于業績指引不及預期，另一方面是由于市場預期過高、股價年初至今累計漲幅較高。短期內，考慮到公司業務變現仍需要時間，公司股價有回調風險，建議可以採取 Covered Call 的策略，賣出高價的看漲期權，賺取期權金。長期來看，隨著變現加速，預計 ARM 有提升空間，如果公司股價回調充分，四季度財報出來前將是一個比較好的買點。

風險提示

新用戶增長不及預期；營業成本過高；同業競爭加劇；地緣政治風險；匯率波動風險；

研究報告免責聲明

一般聲明

本報告由富途證券國際(香港)有限公司(“富途證券”)編制。本報告之持有者透過接收及/或觀看本報告(包含任何有關的附件),表示并保證其根據下述的條件下有權獲得本報告,并且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成違反有關法律。

未經富途證券事先以書面同意,本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製,複印或儲存,或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。富途證券對因使用本報告中包含的材料而導致的任何直接或間接損失概不負責。

本報告內的資料來自富途證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源,惟本報告并非旨在包含投資者所需要的所有信息,并可能受送遞延誤,阻礙或攔截等因素所影響。富途證券不暗示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性,準確性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途證券及其關連公司(統稱“富途集團”)均不會就由于任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限于任何直接的,間接的,隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映富途證券或其關連公司的立場,亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改,富途證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

本報告只為一般性提供數據之性質,旨在供富途證券之客戶作一般閱覽之用,而非考慮任何某特定收取者的特定投資目標,財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為富途集團的任何成員作出提議,建議或徵求購入或出售任何證券,有關投資或其它金融證券。本報告所提及之產品未必適合所有投資者,閱覽本報告的人士應在作出任何投資決策時須充分考慮相關因素并尋求專業建議。

本報告提供給某接收人是基于該接收人被認為有能力獨立評估投資風險并就投資決策能行使獨立判斷。投資的獨立判斷是指,投資決策是投資者自身基于對潛在投資的目標、需求、機會、風險、市場因素及其他投資考慮而獨立做出的。

本報告由受香港證券和期貨委員會監管的富途證券于香港提供。香港的投資者若有任何關於富途證券研究報告的問題請直接聯繫富途證券。本報告作者所持香港證監會牌照的中央編號已披露在報告首頁的作者姓名旁。

本報告中的任何內容均不得解釋為購買或出售證券的要約或邀請。任何決定購買本研究報告中所提及的證券都應考慮到現有的公開信息,包括任何有關此類證券的招股說明書等。

分析員保證

主要負責撰寫本報告的分析員確認(i)本報告所表達的意見都準確地反映他/她對本研究報告所評論的上市法團的個人觀點;及(ii)他/她過往,現在或將來,直接或間接,所收取之報酬沒有任何部份是與他/她在本報告所表達之特別推薦或觀點有關連的。

分析員確認分析員本人及其有聯繫者均沒有在研究報告發出前30日內及在研究報告發出後3個營業日內交易報告內所述的上市法團及其相關證券。

利益披露聲明

報告作者為香港證監會持牌人士,分析員本人或其有聯繫者并未擔任本研究報告所評論的上市法團高級管理人員,也未持有其任何財務權益。

本報告中,富途證券并無持有該上市公司市值的1%或以上的任何財務權益,在過去12個月內與該公司并無投資銀行關係。本公司員工均非該上市公司的雇員。

可用性

對部分的司法管轄區或國家而言,分發,發行或使用本報告會抵觸當地法律,法則,規定,或其它注册或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

此處包含的信息是基于富途證券認為之準確的來源。富途證券(或其附屬公司或員工)可能在相關投資產品中擁有頭寸及交易。富途集團及/或相關人士對投資者因使用本報告或依賴其所載資訊而引起的一切可能損失,概不承擔任何法律責任。

有關不同產品風險的詳細信息,請訪問<http://www.futuhk.com>上的風險披露聲明。